

# 研究报告

2018年第68期

2018. 7. 24

报告执笔:

宋 玮 郭可为 张静文

邱牧远 杨 光

邮箱:

wei.songcsjr@icbc.com.cn

## 全球经济稳中趋缓 贸易争端日趋升级

### ——2018年上半年国际宏观经济金融走势分析及未来展望

要点:

➤ 2018年上半年,在全球贸易摩擦不断升级、美联储引领全球货币政策收紧的背景下,全球经济复苏势头有所放缓,国际金融市场持续震荡。美国经济基本面向好,欧洲经济增长放缓,日本经济陷入低迷,主要新兴经济体经济乏善可陈。

➤ 国际金融市场方面,美元指数止跌回升,部分新兴市场货币急剧贬值。全球股市震荡分化,发达市场股指优于新兴市场。地缘政治风险推高国际油价、金价受美元打压。全球国债市场整体呈现收益率下降的趋势。展望后市,美元汇率继续走高概率较大,全球股市有可能进一步分化,全球油价中枢将进一步抬升,金价将震荡下行,全球国债收益率或将整体上行。

## 全球经济形势回顾与展望

➤2018年上半年，全球经济延续了2017年的复苏势头，但受美国挑起的贸易摩擦加剧、全球货币政策继续收紧及地缘政治风险结构性转换影响，增速有所放缓。分经济体来看，美国经济基本面持续改善，欧洲和日本经济增速放缓，主要新兴经济体经济受到资本外流和货币贬值的负面冲击。

➤国际金融市场持续震荡。美元指数震荡上升，全球股市整体低迷，发达市场股指优于新兴市场，地缘风险推高油价，强势美元打压黄金。主要发达经济体债市收益率呈现分化走势，新兴经济体债券市场呈现普遍上涨趋势。展望下半年，美国经济有望延续向好态势，欧洲经济复苏形势比较乐观，日本经济复苏前景比较黯淡，部分新兴市场国家汇率风险不容忽视。美联储加息或将推升美元汇率，全球股市有可能进一步分化，全球油价中枢将进一步抬升，但下行风险依然存在，金价将继续震荡下行，全球国债收益率或将整体上行。

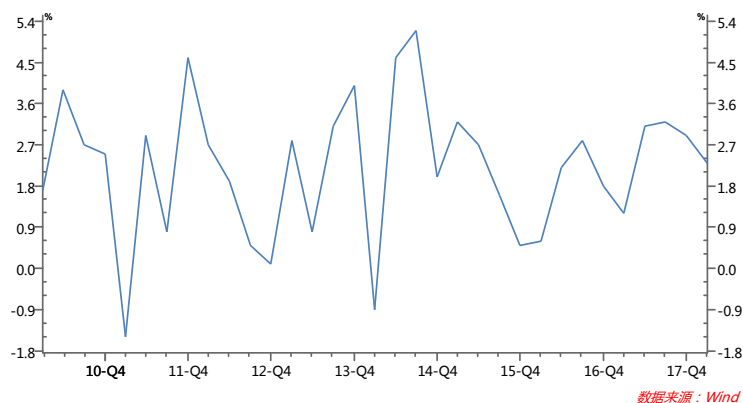
## 美国经济持续复苏，贸易保护主义急剧抬头

- 2018年以来，美国经济延续了去年的复苏态势，一季度GDP季调环比折年率为2%，为近三年第一季度的最高值。
- 分项来看，私人投资和出口增速较快，一季度环比增速分别达到7.5%和3.4%；私人消费和政府消费增长稳健，环比增速分别为0.9%和1.3%。近期美国经济主要亮点包括：一是居民消费增长保持稳健。1至5月零售销售稳步增长，5月季调同比增长5.87%，创下近6个月以来的新高。二是制造业扩张形势不改。5月份制造业新增订单增长6.66%，为近7个月以来的新高。5月份工业总产值季调同比增长率为1.33%，6月ISM制造业PMI达到60.2，显示美国制造业前景看好。三是外部环境逐渐改善，1至5月出口季调同比增长逐月加快，3至5月分别增长9.41%、9.91%和11.7%，为2011年10月以来的最高值。四是房地产业依旧保持繁荣态势。5月新屋销售增长6.66%，成屋房价中位数连续第75个月增长。新屋开工135万户，创十年来新高。五是美国劳动力市场愈加接近“充分就业”。1至6月月均新增非农就业人口21.5万，2月新增非农就业人口32.4万，为2011年4月以来的最高值。6月失业率为4%，5月降至3.8%，与1970年以来的最低值持平。六是通胀水平稳步走高，5月CPI和核心CPI分别同比增长2.7%和2.2%。

## 美国经济未来展望

➤展望未来，美国经济有望延续向好态势。主要原因：一是劳动力市场的向好有助于私人消费保持增长；二是减税政策的落地将刺激私人投资扩张；三是基础设施建设计划会推动政府增加支出。

➤美国经济面临的风险也值得高度警惕：一是特朗普政府的扩张性财政政策，已经推升美债长端利率水平，美国十年期国债收益率上半年围绕3%波动，较高的收益率推高了实体经济融资成本。二是当前美国通胀率的上行趋势非常明显，长此以往将会抑制私人消费。三是中美贸易争端持续升级，美国同欧盟、加拿大、墨西哥等贸易伙伴也剑拔弩张，特朗普政府向众多贸易伙伴开战，势必影响美国的贸易与投资，对美国经济的负面影响不可估量。



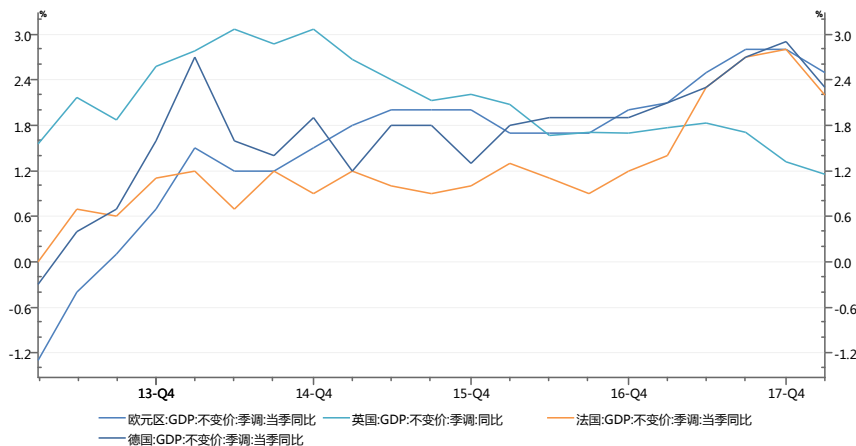
美国季度GDP增速走势图

## 欧洲经济复苏放缓，未来向货币政策正常化迈进

- 2018年上半年，受欧美贸易摩擦升级、外需下滑影响，欧洲经济增速较2017年稍有放缓。
- 一季度欧元区GDP同比增长2.5%，低于2017年四季度的2.7%。PMI逐步回落，5月制造业PMI由4月的56.2%下降至55.5%，连续5个月下滑，创15个月以来最低水平；服务业PMI由4月的54.7%下降至53.8%，连续5个月下滑，创16个月以来最低水平。消费端喜忧参半，5月消费者信心指数由4月的0.3%降至0.2%。4月零售销售指数同比增长1.7%，较上月提高0.2个百分点。就业形势持续改善，4月欧元区失业率为8.5%，较上月下降0.1个百分点，维持2009年以来的最低水平。经济景气度回升，5月经济景气指数为112.8，较上月提高0.4，工业信心指数为6.3，较上月下降0.4。欧元区CPI显著回升，虽不及2%的预期，但5月CPI同比已达到1.9%，核心CPI同比增长1.1%。
- 货币政策方面，欧央行于6月14日决定维持三大利率不变，维持每月购债300亿欧元规模至9月，10月至12月购债规模缩减至150亿欧元，年底正式退出QE，维持当前利率水平至少到2019年夏天。

## 欧元区未来向货币政策正常化迈进

- 美欧贸易摩擦的持续升温不仅致使全球经济下行风险加大，而且将长期制衡欧洲经济增长，欧洲经济复苏态势或将继续放缓。在此背景下，欧洲央行大幅下调欧元区2018年GDP增速至2.1%，远低于3月份的预测值2.4%。
- 国际油价大涨致使欧元区通胀接近欧洲央行2%的通胀目标，再加上意大利政府成功组阁、西班牙公投风险缓和以及英国脱欧进展乐观，未来欧洲政局或将整体趋稳，均有助于欧洲加快货币政策正常化。





## 日本经济增速下滑，持续复苏前景黯淡

➤2018年上半年，日本经济萎靡不振。

➤一季度GDP环比折年率降至-0.6%，在8个季度连续扩张后首次出现负增长，二季度经济数据可能略好于一季度，预计二季度经济增速仅为0.5%。首先，2018上半年出口增速下滑明显，2月甚至一度跌至1.83%，创下自2017年1月以来的最低记录，5月增速仅为8%，使得日本经济复苏失去了最强劲动能。其次，消费开始萎缩。5月日本家庭月均支出同比增速仅为-1.3%，较今年前几个月有明显下降。最后，通缩压力依然严峻，年初以来日本核心CPI持续低迷，5月达到0.7%，持平上个月，略低于去年和一季度的平均水平。预计年内难以实现日本政府制定的2%的通胀目标。货币政策方面，日本央行在7月9日宣布将维持超宽松货币政策，直至通胀率达到2%目标。同时，缩减3至5年期限日本国债购买规模300亿日元。



日本GDP环比折年率

## 日本经济未来展望

- 日本经济仍面临多重不利因素，经济增速在年内或将见顶。
- 贸易战叠加日元升值利空日本出口。特朗普政府发起的贸易战拟对日本钢、铝、汽车加征关税，这将严重打击日本出口，而贸易摩擦带来的不确定性也将推高日元，使得日本出口雪上加霜。
- 工业生产止步不前，经济复苏动力不足。年初以来，日本的工业生产受电子零部件和设备行业库存调整影响而持续低迷，预计这一趋势将持续到下半年。预计2018年全年日本GDP增速或将达到1.2%。

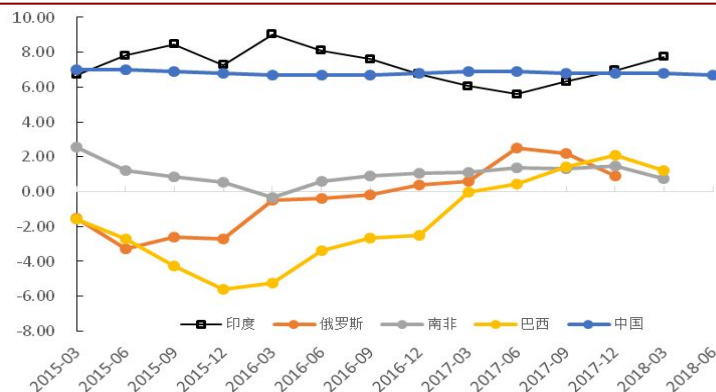


日本出口及核心CPI

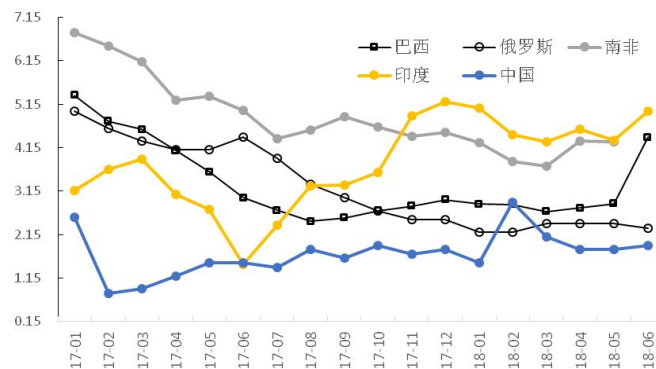


## 新兴市场经济总体平稳，汇率风险不容忽视

- 2018年上半年，新兴市场经济保持平稳增长。
- 一季度，南非、巴西、印度和中国GDP同比增速分别达到0.8%、1.2%、7.7%和6.8%，增速有所放缓。特别是中国在资金紧缩的大背景下，二季度依然保持了6.7%的增长率，对全球经济增长起到了重要的拉动作用。
- 上半年新兴市场通胀平稳，价格水平并未出现较大幅波动。2018年1-6月，巴西、俄罗斯、南非、印度、中国CPI同比增长率保持在1%-4%的区间内。
- 随着近期美元大幅升值和新兴市场通胀预期的反转，部分新兴市场国家自二季度选择加息和资本管制进行应对。例如，阿根廷央行5月以来已连续加息3次，合计上调基准利率超过1000点，并采取了结售汇管制措施防止资本外流；6月6日，印度央行宣布上调回购利率0.25个百分点至6.25%，上调逆回购利率0.25个百分点至6%，并维持“中性”货币政策立场。



金砖国家近年季度GDP增长趋势



金砖国家近年月度CPI趋势

## 新兴市场未来走势

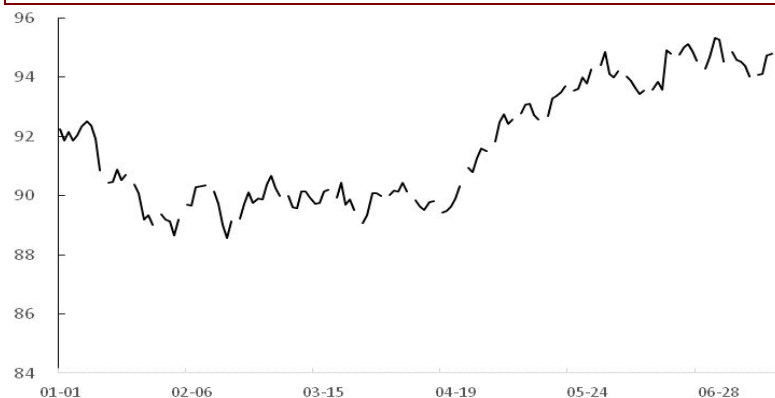
- 2018年下半年，主要新兴市场经济基本面依然良好，但外部形势变化可能对新兴经济体增长造成阻碍。
- 资本外流使新兴市场币值稳定和经济增长面临两难抉择。目前，跨境资本向发达国家回流的趋势愈发明显。国际金融协会公布的数据显示，5月份外国投资者总计抛售123亿美元新兴市场债券和股票资产，创自2016年11月以来的最大流出量。许多新兴国家均采取加息措施以应对资本外逃引起的货币贬值，但提高政策利率无疑会对经济增长带来一定抑制作用。
- 美国挑起贸易战和欧洲、中国采取反制措施将在一定程度上抑制新兴市场出口增长，加剧其经济增长困境。
- 地缘政治风险不容忽视。朝鲜利用“冬奥外交”迅速扭转与美韩关系，并于6月12日与美国总统特朗普举行首脑会谈，积极推进朝鲜半岛无核化进程，极大地缓解了朝核危机，但美国退出伊核协议并对伊朗开启新一轮制裁，加剧了中东乱局，全球地缘政治风险呈现出“东降西升”的趋势。

## 美元止跌回升，全球汇率市场震荡

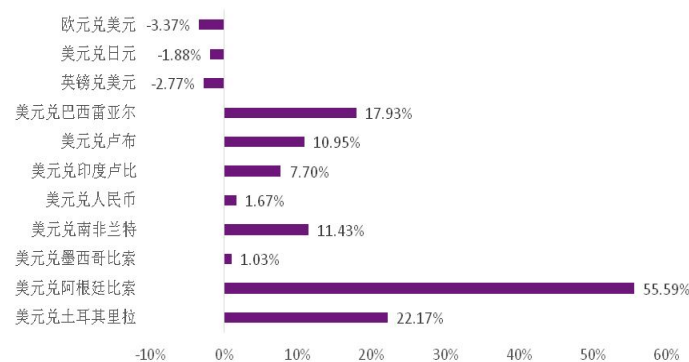
- 2018年上半年，在美国经济持续复苏、美联储继续加息等因素综合影响下，全球外汇市场呈现较大波动。
- 美元止跌回升。2018年初至4月中旬，美元指数延续了2017年以来的下跌趋势，曾一度跌至88.5的低点，但随着美国经济数据进一步向好和美联储持续加息，美元指数从4月下旬开始大幅走高。截至2018年6月30日，美元指数报收94.51，较年初上涨2.45%，较4月中旬低点反弹5.68%。
- 欧元、英镑、日元等发达国家货币经历先升后贬过程。相较年初，6月底欧元兑美元贬值3.37%，日元兑美元贬值1.92%，英镑对美元贬值2.77%。
- 新兴市场货币兑美元整体贬值。俄罗斯卢布、印度卢比和南非兰特等新兴市场大国货币兑美元贬值幅度相对较小，较年初分别贬值10.95%、7.7%和11.43%；上半年巴西雷亚尔、阿根廷比索和土耳其里拉兑美元贬值幅度接近或超过20%，汇率风险急剧上升。

## 未来汇率市场展望

- 美元走势的强弱是主导上半年汇率市场变动的最主要力量。
- 特朗普“美国优先”的一揽子政策将成为推动美元继续走强的关键因素。一方面，美联储加息将提高美元资产的收益率，使资本回流美国的趋势愈发明显。另一方面，美国或将继续加大与欧盟、日本、中国、墨西哥等国家的贸易摩擦，引发其他国家经济放缓及整体风险上升，推动资金继续回流美国。
- 对于新兴市场而言，资金大量流出将使其货币进一步贬值。在此背景下，阿根廷、土耳其等国货币危机有可能继续发酵，同时也需警惕巴西、印度等国逐渐升高的汇率风险。在发达国家内部，受欧元区通胀回升和生产端扩张趋势放缓影响，预计未来1-2月欧元将继续贬值；由于近期日本和英国经济增长稳健，通胀状况有所改善，预计美元反弹周期下日元、英镑汇率的双向波动将有所加大。



2018年上半年美元指数走势



2018年上半年美元指数走势

## 全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

➤2018年以来，在全球经济复苏步伐放缓、美国发动的贸易战范围逐渐扩大、美联储加息等因素的影响下，全球股市普遍表现不佳，截至6月30日，MSCI全球指数较年初下跌1.53%。除美国股市外，主要发达市场股指低迷不振，同期MSCI发达市场指数下跌0.67%。新兴市场股指下跌步伐放缓，似有触底迹象，同期MSCI新兴市场指数下跌7.68%。

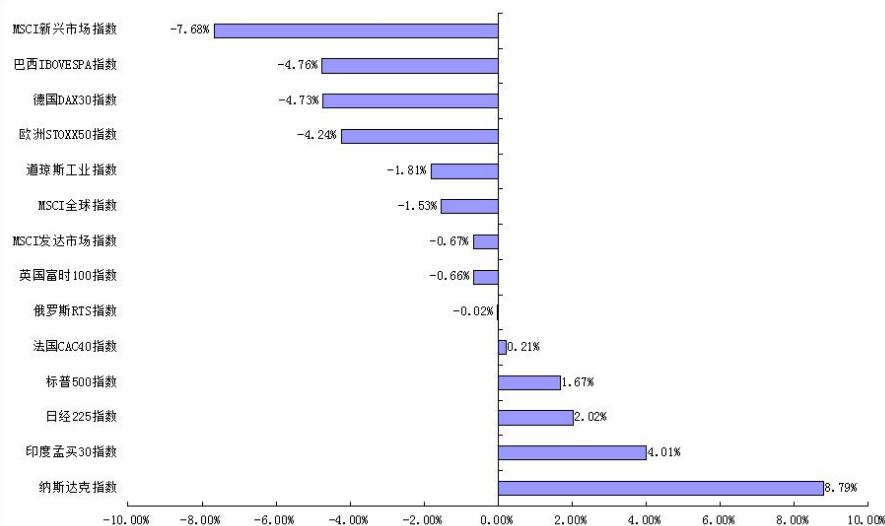
➤今年上半年美国三大股指涨跌互现。截至6月30日，道琼斯工业指数、标普500指数、纳斯达克指数较年初的涨跌幅分别为-1.81%、1.67%和8.79%。美股表现相对强势的主要原因：一是苹果、亚马逊、奈飞等高科技企业的股票受到市场资金的追捧，个股创下历史新高同时也拉动纳斯达克指数在6月份屡创新高。二是美国经济复苏动力强劲对美股形成提振。一季度美国实际GDP增速创下三年来同期新高，失业率创下18年来的新低，美国经济的繁荣刺激投资者风险偏好的上升。三是在美国政府税改措施的红利逐步释放、美联储持续加息推动美元回流美国的刺激下，投资者信心逐渐增强。

➤截至6月30日，欧洲STOXX50指数、德国DAX30指数、法国CAC40指数和英国富时100指数较年初的涨跌幅分别为-4.24%、-4.73%、0.21%和-0.66%。



## 全球股市整体低迷，未来走势不容乐观

- 美国经济形势向好、政策红利释放对美股形成利好，但美国同中国、欧盟、加拿大、墨西哥的“贸易战”阴云不散对美股形成打压。综合考虑，预计美股将维持相对强势的行情。
- 考虑美欧贸易战愈演愈烈以及欧洲内部问题重重将对欧股形成不利影响。
- 由于美元处于强势周期、日元贬值将有利于日本企业扩大出口，日本央行继续维持超宽松货币政策也将利好股市。
- 发达经济体收紧货币政策导致资金外流、地缘政治形势恶化将对新兴经济体股市形成打压。



2018年以来全球主要股指涨跌幅



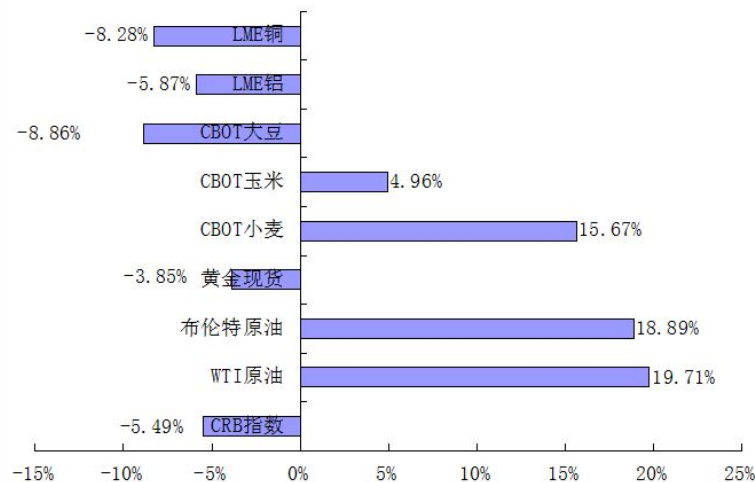
## 地缘风险推高油价，强势美元打压黄金

- 2018年上半年，国际油价大幅上涨，截至6月30日，布伦特原油价格收于79.12美元/桶，较1月1日的66.55美元/桶上涨18.89%；WTI原油价格收于69.54美元/桶，较1月1日的58.09美元/桶上涨19.71%。
- 一方面，地缘溢价回归市场是导致上半年油价大涨的重要原因。2月，美英法三国开展了对叙利亚的武装攻击，中东地区地缘风险骤然上升；5月，特朗普宣布美国退出伊核协议，并恢复对伊朗的制裁，中东地区战略竞争格局发生改变，市场对石油供给减少的预期大幅抬升。
- 另一方面，美国页岩油产量受国内管道运输能力不足影响，产量增加速度放缓，委内瑞拉原油产量下滑严重，加上去年OPEC减产使得国际原油库存已经降至低位等因素叠加，推动油价持续上行。
- 展望未来，全球经济复苏将持续支撑油价上涨，美国对伊朗的制裁行动以及贸易战启动对地缘风险提升的滞后效应也开始显现，国际油价中枢进一步抬升可能性较大，但下行风险依然存在。首先，OPEC启动临时增产解决国际原油库存不足问题，将增大国际原油的短期供给；其次，强势美元使得油价承压；最后，技术性回调风险正在积累。预计下半年油价将在75美元/桶-85美元/桶区间波动。

## 利好出尽油价下滑，美元上涨金价承压

➤2018年上半年，国际金价呈前高后低走势。截至6月30日，黄金现货价格跌至1252.4美元/盎司，较1月1日的1302.61美元/盎司下跌-3.85%。

➤一季度，全球地缘风险抬头，意大利大选、英俄交恶、中东乱局等事件接连发生，推动黄金价格持续高位波动。二季度，朝鲜问题开始破冰，朝美关系缓和叠加中美贸易战阶段性熄火，全球风险大幅下降，带动金价急剧下跌。此外，二季度美元指数大幅上涨6.36%，强势美元也使得金价承压。展望未来，美国经济正在强劲复苏，预计下半年美联储加息两次是大概率事件，美国利率上升及强势美元将进一步打压黄金下行。另一方面，贸易战带来的不确定性以及全球通胀预期上升等因素或将利好黄金。预计下半年金价将震荡下行，在1150美元/盎司-1250美元/盎司区间波动。



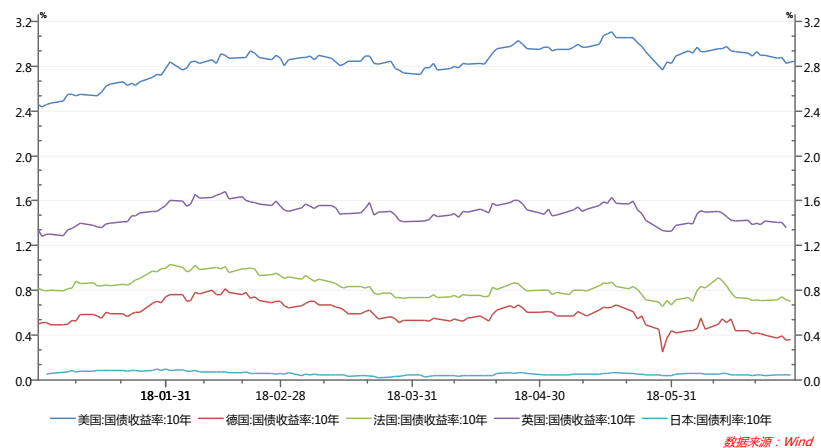
大宗商品价格变动

## 美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

- 2018年上半年，在美联储加息、全球贸易摩擦不断升级的情况下，全球主要经济体债市收益率呈现分化走势。截至6月30日，发达市场中，美国、英国10年期国债收益率较年初分别上升0.45、0.13个百分点，日本、德国、法国10年期国债收益率下降0.007、0.1、0.12个百分点。
- 新兴市场受到美联储加息影响，在美元和美债收益率双高的组合下，面临资金流出的风险。债券收益率呈现普遍上涨趋势，截至6月30日，巴西、印度、俄罗斯10年期国债收益率较年初分别上涨1.41、0.58和0.11个百分点。
- 美国继续引领全球经济复苏，受政治、天气等因素影响，欧洲经济复苏不及预期，美国成为唯一实施紧缩货币政策的发达国家，继续引领全球经济复苏，发达市场资金流向美国，十年期美国国债收益率迎来大幅增长。
- 贸易摩擦逐渐加剧，美国经济风险逐步累积。特朗普与中国、欧盟、日本、加拿大以及墨西哥等主要贸易伙伴之间的贸易摩擦愈演愈烈，各国要么已出台、要么表态即将出台相应的反制措施，对美国出口产品征收报复性关税，将伤害美国经济增长的可持续性和内在动力，经济风险逐步累积，国债收益率随后逐步下降。

## 美债收益率短期波动，未来或将继续上涨

- 展望下半年，美国失业率长时间低于自然失业率，薪资增速上涨压力大，劳动力市场供需紧张，后续通胀上行压力增大，美国国债收益率上升概率较大。
- 欧洲5月通胀显著回升，同时意大利组阁成功、西班牙政治局势缓解，市场短期风险进入缓和阶段，投资者避险偏好减弱，欧洲国债收益率或将提升。日本国债受外部环境影响相对较小，在国内宽松货币政策大环境不变的情况下，国债收益率或将维持低位小幅震荡。近期墨西哥和菲律宾央行上调了政策利率。为应对资金流出，后续新兴市场央行可能继续加息，多数国家国债收益率上行概率较大。



部分国家国债收益率走势图

## 建议及对策

➤密切跟踪中美贸易战进展。今年以来中美进行了多轮谈判均无疾而终，中国与美国的贸易争端有可能常态化。中资银行应有充分的思想准备，做好风险防范预案。一是及时梳理对美出口的企业客户，对其经营状况和对美贸易状况进行摸底排查，防范因中美关系恶化导致企业经营状况恶化导致信用风险；二是高度重视在美机构的监管合规风险，强化与美联储等监管当局的汇报沟通，根据相关要求作出积极回应和改善，同时密切跟踪特朗普政府放松金融监管的政策动向，寻找潜在的业务拓展机会；三是及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险。

➤密切关注美国中期选举及特朗普政府的策略方向。11月6日的中期选举是今年美国政治分析的核心逻辑。在这次选举中，美国国会众议院的全部435个席位，参议院35个席位（共100个）将被角逐，而且全美50个州中有39个州的政府将举行选举。共和党获得多数国会席位不仅能保证政策制定和执行的有效性，更重要的是将为特朗普连任奠定基础，所以，赢得中期选举至关重要。选举前为了迎合选民的意愿，特朗普政府有可能出台相应管理措施，我行对于政策变化及影响进行及时研究、提前做好预案。



## 建议及对策

➤警惕货币政策收紧过快带来流动性风险。随着全球主要经济体货币政策回归正常化，资本从新兴市场和其他高风险资产中加速流出，新兴市场遭受冲击。部分国家和地区货币大幅贬值，引发市场担忧。3月以来，阿根廷、土耳其、印度尼西亚、印度已经一次或多次加息，以应对货币贬值危机。我行境外机构应密切关注所在国货币政策变化，特别关注长期债券面临的利率风险，把握债市大幅波动下的机遇和风险，灵活调整资产配置。

➤积极调整国际化业务布局，规避全球地缘政治风险。今年上半年，朝核危机大幅缓解，中美在南海地区博弈加剧，美国退出伊核协议以及支持以色列迁都耶路撒冷致使中东乱局加剧，再加上德国组阁危机、意大利大选以及西班牙首相拉霍伊被弹劾，全球地缘政治风险整体保持高位，进一步加大了我行国际化经营风险。在此背景下，建议我行从全局把握全球地缘政治风险的分布，及时预判不同风险的未来变化趋势，并从总行层面做好应对地缘政治风险的整体预案，合理制定国别风险限额，积极稳妥推进各项业务的开展；地缘政治风险较大的区域和国家的分支机构应高度关注并监控相关地缘政治风险的变化趋势，谨慎介入政治风险较大的当地项目，避免受到安全局势恶化的冲击。



谢谢  
Thank You

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

---